

**Maksymilian Jabłecki<sup>1</sup>**

**Wyzwania uwarunkowań prawnych  
procesu Management Buyout (MBO)  
w świetle implementacji unijnych regulacji  
*financial assistance* w art. 345 k.s.h.**

**Streszczenie:**

Celem artykułu jest zdefiniowanie problemów dotyczących prawnych regulacji procesu kontroli fuzji i przejęć, ze szczególnym uwzględnieniem stosowania znowelizowanych regulacji *financial assistance* (art. 345 k.s.h.) w procesie wykupu menedżerskiego wraz z ich zmianami na mocy Ustawy z 13.6.2008 r. o zmianie ustawy – Kodeks spółek handlowych (Dz.U. nr 118, poz. 747), implementującej Dyrektywę 2006/68/WE (obecnie ujętej w Dyrektywie 2012/30/EU). Omówione zostaną najważniejsze zmiany k.s.h. dotyczące spółek kapitałowych wprowadzone w oparciu o zniesienie zakazu udzielania wsparcia finansowego na poziomie UE.

**Słowa kluczowe:** fuzje i przejęcia, art. 345 k.s.h., *financial assistance*, dyrektywa 2012/30/EU, management buyout, MBO

**Challenges of the Legal Conditions of the Management Buyout (MBO)  
Process in the Light of the Implementation of the EU Regulations  
of the Financial Assistance in Art. 345 of the Commercial Companies Code**

The aim of the article is to define problems related to the legal regulations of the mergers and acquisitions process, with particular reference to the application of the amended *financial assistance* regulations (Article 345 of the Commercial Companies Code) in the management buyout process along with their modifications under the Act of 13.6.2008 amending

<sup>1</sup> Autor jest absolwentem kierunku prawo na Wydziale Prawa i Administracji Uniwersytetu Warszawskiego i studiów licencjackich w Szkole Głównej Handlowej na kierunku finanse i rachunkowość ze specjalizacją Finanse Przedsiębiorstw oraz studentem studiów magisterskich na kierunku ekonomia w Szkole Głównej Handlowej, max.jablecki@gmail.com, ORCID 0000-0001-7073-9327.

the Commercial Companies Code (Journal of Laws No. 118, item 747), implementing Directive 2006/68/EC (currently included in Directive 2012/30/EU). The paper aims to analyze the most important changes in the Commercial Companies Code, introduced on the basis of the lifting of the prohibition of financial assistance at the EU level.

**Key words:** mergers and acquisitions, art. 345 Commercial Companies Code, financial assistance, Directive 2012/30/EU, management buyout, MBO

## 1. Wstęp

Fuzje i przejęcia są elementem rynku kontroli przedsiębiorstw, który jest nierozzerwalnie związany z rynkiem kapitałowym. W ich wyniku dochodzi do transferu własności przedsiębiorstw między różnymi przedstawicielami strony popytowej i podażowej. Ich przeprowadzenie jest jednak spowodowane zróżnicowanymi motywami, które zależą od podmiotu będącego ich inicjatorem. Wpływa to również na sposób i model dokonywanych transakcji. Typologia fuzji i przejęć może być dokonywana pod wieloma kryteriami. Biorąc pod uwagę źródła pozyskiwania finansowania, istotną grupę stanowią transakcje wykupów lewarowanych (ang. *LBO*, *Leveraged Buyout*), które charakteryzują się dużym zaangażowaniem kapitału obcego. Wykup menedżerski (ang. *MBO*, *Management Buyout*) natomiast to transakcja pod względem konstrukcji i procesu realizacji w dużej mierze podobna do wykupu lewarowanego. W jej najbardziej typowej postaci różnica polega na tym, że inicjatorem transakcji jest grupa menedżerów, a nie typowy inwestor strategiczny czy finansowy. Wykupy menedżerskie spółek prawa handlowego (ang. *MBO*, *Management Buyouts*), polegające na wykupie przez menedżerów kontrolnych pakietów akcji albo udziałów spółek, którymi zarządzają, są zjawiskiem wywołującym wiele kontrowersji prawnych. Najwięcej spornych zagadnień pojawia się w zakresie procesów finansowania transakcji, które wiążą się z finansowaniem zewnętrznym w oparciu o aktywa wykupywanych spółek.

Na fali rosnącej krytyki w Europie początkowy zakaz *financial assistance* został zniesiony dopiero w 2006 r., kiedy to ustawodawca unijny znowelizował Drugą Dyrektywę, której przepisy zniosły generalny zakaz *financial assistance*. Wsparcie finansowe uzależniono od spełnienia przesłanek z art. 23 ust. 1 ak. 2–5 znowelizowanej drugiej Dyrektywy (2006/68/WE). Na podstawie implementacji prawa unijnego także w prawie polskim w 2008 r. zniesiono na mocy artykułu 345 § 1 k.s.h. zakaz wsparcia finansowego obowiązujący od czasu wejścia w życie k.s.h. w polskim prawie spółek w 2000 r. Zgoda na finansowanie obejmowania i nabywania przez spółki emitowanych przez nią akcji została uzależniona od spełnienia licznych przesłanek zawartych w art. 345 § 2–7 k.s.h. W praktyce okazało się, że nie są one łatwe do spełnienia, a ich stosowanie przynosi wiele niejasności interpretacyjnych.

Definiując w oparciu o badanie doktryny i wybranego orzecznictwa problemy dotyczące prawnych regulacji procesu fuzji i przejęć przedsiębiorstw, z jakimi mierzą się polskie podmioty gospodarcze w świetle przepisów k.s.h., należy uwzględnić stosowanie znowelizowanych regulacji *financial assistance* (art. 345 k.s.h.) w procesie wykupu menedżerskiego wraz z ich zmianami na mocy Ustawy z 13.06.2008 r. o zmianie

ustawy – Kodeks spółek handlowych (Dz.U. 2019, poz. 505, tekst jedn.), implementującej Dyrektywę 2006/68/WE (obecnie ujętej w Dyrektywie 2012/30/EU).

W artykule zostanie poruszona kwestia regulacji wsparcia finansowego (*financial assistance*) udzielanego przez spółkę akcyjną osobom trzecim (w tym menedżerom) na nabywanie lub obejmowanie emitowanych przez nią akcji na tle najważniejszych zmian k.s.h. dotyczących spółek kapitałowych, wprowadzonych w oparciu o zniesienie zakazu udzielania wsparcia finansowego na poziomie Unii Europejskiej i wprowadzenia w jego miejsce szeregu wymogów stawianych przy udzielaniu tego wsparcia. Autor zbada, czy początkowo entuzjastycznie przyjęta nowelizacja art. 345 k.s.h., implementująca regulację zharmonizowaną na poziomie unijnym w art. 64 dyrektywy 2012/30/UE, faktycznie została przeprowadzona w sposób kompletny i czy otworzyła drogę do szybszego i łatwiejszego przeprowadzania wykupów lewarowanych i menedżerskich. Uwzględniając zagadnienie obowiązku wykładni prounijnej, należy poddać ocenie aspekty konfliktu interesów w transakcjach finansowania i wskazać kwestię, że obwarowanie przez ustawodawcę polskiego generalnej zgody na finansowanie przez spółki akcyjne nabywania lub obejmowania emitowanych przez nie akcji koniecznością spełnienia licznych przesłanek ujętych w art. 345 § 2–7 k.s.h. sprawiło, że początkowa pozytywna ocena została zweryfikowana przez praktykę.

Przedstawione wnioski na tle trendów rozwoju wykupów lewarowanych i menedżerskich na rynku polskim i światowym w ostatnich latach zdaniem autora mogą skłonić do głębszych rozważań co do celowości wprowadzonych zmian dotyczących *financial assistance* w k.s.h., konieczności dalszej pracy nad ich implementacją i ich faktycznego wpływu na usprawnienie i rozwój krajowego sektora gospodarczego. A w następstwie – do odpowiedzi na pytanie, czy zmiany te faktycznie mogą na tym etapie stanu uregulowań prawnych ułatwić działalność przedsiębiorcom, stając się skutecznym narzędziem na rynku kapitałowym.

## 2. Europejskie akty normatywne dotyczące *financial assistance* w transakcjach wykupów lewarowanych i podstawy ich implementacji do prawodawstwa krajowego

Od chwili, gdy do praktyki obrotu gospodarczego trafiły transakcje finansowane z aktywów wykupywanych podmiotów, stały się one przedmiotem kontrowersji i rozważań, czy przedsiębiorstwa można kupować za ich własne środki<sup>2</sup>, a w konsekwencji podejmowano próby uregulowań prawnych tej kwestii.

Na gruncie europejskim regulacje dotyczące wymogów wsparcia finansowego zostały transponowane z angielskiego porządku prawnego<sup>3</sup>, wywodzą się z ustawodawstwa

<sup>2</sup> T. Sójka, *Zakaz finansowego wspierania przez spółkę akcyjną nabycia wyemitowanych przez nią akcji – w kontekście problematyki wykupów kredytowanych i menedżerskich* [w:] *Europejskie prawo spółek, t. I. Instytucje prawne dyrektywy kapitałowej*, red. M. Cejmer, J. Napierała, T. Sójka, Kraków 2004, s. 255.

<sup>3</sup> P. Kimla-Kaczorowska, *Prawne uwarunkowania finansowania przez spółkę akcyjną nabycia lub objęcia emitowanych przez nią akcji (financial assistance)*, Warszawa 2020, rozdz. I § 2.

brytyjskiego, kiedy to w 1926 r. wprowadzono zakaz udzielania wsparcia finansowego przez przedsiębiorstwo w celu nabycia emitowanych przez nie akcji. Stało się to po dyskusji w obrębie orzecznictwa i dyskursu doktryny, a bezpośrednio po rekomendacji raportu Greene'a<sup>4</sup>, którego autorzy domagali się przeciwdziałania stosowaniu struktury transakcji będącej pierwowzorem obecnego wykupu lewarowanego. Transakcje opisane w tym raporcie nie były *stricte* transakcjami lewarowanymi, bowiem spółka nie była ostatecznie obciążana nowym zadłużeniem. Struktura ta polegała na zaciąganiu krótkoterminowych pożyczek bankowych, które pozwalały na nabycie swoich akcji, a spłacanych niezwłocznie środkami uzyskanymi ze spółki w formie pożyczki. Tego typu działania uznano za niezgodne z przepisami zakazującymi nabywania własnych akcji. I chociaż w 1962 r. w raporcie Jenkinsa<sup>5</sup> uznano, że *financial assistance* nie musi naruszać zakazu nabywania akcji własnych, to uznano jednak, że celowość takiej regulacji wiąże się z ryzykiem nadużyć, które są bardzo prawdopodobne przy nabywaniu spółki przez podmioty nieposiadające wystarczających środków lub zdolności kredytowej (takie jak np. SPV).

Dlatego też nie było zaskoczeniem, gdy w roku 1973, po przystąpieniu do Unii Europejskiej, Zjednoczone Królestwo wniosło o wprowadzenie do opracowywanej wówczas Drugiej Dyrektywy<sup>6</sup> zakazu udzielania wsparcia finansowego. Wpłynęło to na przyjęcie się tego poglądu w UE. Na początku pierwszej dekady XXI wieku nastąpiło złagodzenie oceny wykupów lewarowanych<sup>7</sup>. Raport Rickforda z 2004 roku zawierał już wprost stwierdzenie o zasadności transakcji finansowych tego typu: „Zakaz pozostaje zatem dla spółek publicznych główną i kosztowną przeszkodą w całkowicie zgodnych z prawem i pożądanym transakcjach handlowych, na przykład wykupach lewarowanych”<sup>8</sup>. Przyczyniło się to niewątpliwie do treści nowelizacji Drugiej Dyrektywy z roku 2006<sup>9</sup>, która miała znacząco ułatwić ich przeprowadzanie. Podobnie odniesiono się do możliwości powszechnego stosowania transakcji LBO<sup>10</sup>. Niemniej jednak nowelizacja ta wprowadziła wiele wymogów, które należy stosować przy udzielaniu wsparcia finansowego.

<sup>4</sup> Report of the Company Law Amendment Committee (1926) Cmd 2657, 30.

<sup>5</sup> Report of the Company Law Committee (1962) Cmnd 1749, 173.

<sup>6</sup> Druga Dyrektywa Rady z 13.12.1976 r. w sprawie koordynacji gwarancji, jakie są wymagane w Państwach Członkowskich od spółek w rozumieniu art. 58 akapit drugi Traktatu, w celu uzyskania ich równoważności, dla ochrony interesów zarówno współników, jak i osób trzecich w zakresie tworzenia spółki akcyjnej, jak również utrzymania i zmian jej kapitału (Dz.Urz.UE.L 1977 Nr 26).

<sup>7</sup> S. Sołtysiński, T. Sójka [w:] S. Sołtysiński, A. Szajkowski, A. Szumański, J. Szwaja, *Kodeks spółek handlowych. Komentarz*, t. 3, Warszawa 2013, art. 345, Nb 1.

<sup>8</sup> J. Rickford, *Reforming Capital: Report of the In-terdisciplinary Group on Capital Maintenance*, „European Business Law Review” 2004, t. 15, nr 4, s. 945.

<sup>9</sup> Dyrektywa Nr 2006/68/WE Parlamentu Europejskiego i Rady z 6.9.2006 r. zmieniająca drugą dyrektywę rady 77/91/EWG w sprawie tworzenia spółek akcyjnych i utrzymywania oraz zmian wysokości ich kapitału (Dz.Urz. UE L Nr 264 z 25.09.2006 r., s. 32) – akt archiwalny.

<sup>10</sup> A. Opalski, *Reforma kapitału zakładowego spółek akcyjnych – implementacja dyrektywy Nr 2006/68/WE do prawa polskiego*, „Przegląd Prawa Handlowego” 2008, nr 9, s. 5.

W związku z wprowadzeniem w życie nowelizacji na poziomie unijnym regulacja ta jest ujęta obecnie w art. 64 obowiązującej dyrektywy prawa spółek z 2012 r.<sup>11</sup> Przy czym artykuł ten należy interpretować jako podstawowe ograniczenie nieuczciwych praktyk w transakcjach wykupów menedżerskich, nie tylko w ramach obszaru udzielania wsparcia finansowego<sup>12</sup>.

I tak dyrektywa kapitałowa pozostawiła w gestii państw członkowskich możliwość udzielenia spółce zezwolenia na finansowe wsparcie nabycia (objęcia) poprzez „bezpośrednie lub pośrednie dokonywanie zaliczkowych wypłat lub udzielanie pożyczek, lub ustanawianie zabezpieczeń w celu nabycia jej własnych akcji przez osobę trzecią” (art. 25 ust. 1). Jeśli dane państwo na to przystanie, winno ono uzależnić zawarcie takiej transakcji od spełnienia przesłanek określonych w art. 25 ust. 2–5 drugiej dyrektywy<sup>13</sup>. Tym samym, na podstawie nowelizacji drugiej dyrektywy z 2006 r. problematyka wsparcia finansowego nabywania emitowanych przez spółkę akcji została uregulowana w poszczególnych ustawodawstwach krajowych, w tym także w polskim Kodeksie spółek handlowych, w którym w 2008 roku dokonano nowelizacji art. 345 k.s.h. Brzmienie tego artykułu w obecnym kształcie reguluje w polskim porządku prawnym kwestie wymogów dotyczących *financial assistance*<sup>14</sup>.

### 3. Ewolucja polskiej regulacji *financial assistance*

W polskim prawie transakcje lewarowane nie są ujęte w konkretny zbiór instytucji czy norm prawnych. Legislacja nie reguluje ich wprost, regulacje te są rozproszone w różnych aktach prawnych<sup>15</sup>, które nie były tworzone *stricte* z myślą o tych transakcjach. Wyjątek może stanowić art. 345 k.s.h., który określa ramy prawne dla wymogów wsparcia finansowego (*financial assistance*). Należy jednak zaznaczyć, że dotyczą one

<sup>11</sup> Dyrektywa Parlamentu Europejskiego i Rady Nr 2012/30/UE z 25.10.2012 r. w sprawie koordynacji gwarancji, jakie są wymagane w państwach członkowskich od spółek w rozumieniu art. 54 akapit drugi Traktatu o funkcjonowaniu Unii Europejskiej, w celu uzyskania ich równoważności, dla ochrony interesów zarówno współników, jak i osób trzecich w zakresie tworzenia spółki akcyjnej, jak również utrzymania i zmian jej kapitału (Dz.Urz. UE L Nr 315 z 14.11.2012 r., s. 74 ze zm.).

<sup>12</sup> J. Jerzmanowski, *Finansowanie przez spółkę akcyjną nabycia lub objęcia emitowanych przez nią akcji w procesie wykupu menedżerskiego*, Warszawa 2016, rozdz. 6. § 2.

<sup>13</sup> J. Napierała, *Europejskie prawo spółek. Prawo spółek Unii Europejskiej z perspektywy prawa polskiego*, Warszawa 2013, rozdz. 4.3.6.

<sup>14</sup> J. Jerzmanowski, T. Sójka, *Financial assistance po nowelizacji kodeksu spółek handlowych*, „Przegląd Prawa Handlowego” 2008, nr 11, s. 9–15; T. Sójka, *Zakaz...*, s. 255–291; M. Przychoda, *Finansowanie przez spółkę nabywania i obejmowania wyemitowanych przez nią akcji*, „Przegląd Prawa Handlowego” 2011, nr 10, s. 28–35.

<sup>15</sup> Ustawa z 15.9.2000 r. – Kodeks spółek handlowych (Dz.U. 2019, poz. 505, tekst jedn.); Ustawa z 23.4.1964 r. – Kodeks cywilny (Dz.U. 2019, poz. 1145, tekst jedn.); Ustawa z 15.2.1992 r. o podatku dochodowym od osób prawnych (Dz.U. 2020, poz. 1406, tekst jedn.); Ustawa z 29.7.2005 r. o obrocie instrumentami finansowymi (Dz.U. 2020, poz. 89, tekst jedn.); Ustawa z 15.1.2015 r. o obligacjach (Dz.U. 2020, poz. 1208, tekst jedn.); Ustawa z 27.7.2002 r. – Prawo dewizowe (Dz.U. 2019, poz. 160, tekst jedn.); Ustawa z 16.2.2007 r. o ochronie konkurencji i konsumentów (Dz.U. 2020, poz. 1076, tekst jedn.); Ustawa z 26.6.1974 r. – Kodeks pracy (Dz.U. 2020, poz. 1320, tekst jedn.).



zarówno tych transakcji, jak i innych zdarzeń prawnych. A co ważne – nie obejmują wszystkich typów transakcji lewarowanych, np. nie mają zastosowania do spółek z ograniczoną odpowiedzialnością<sup>16</sup>.

Rozwiązania prawne dotyczące *financial assistance* funkcjonują w polskim systemie prawnym od 1.1.2001 r., kiedy to w życie wszedł Kodeks spółek handlowych<sup>17</sup>. Obowiązujący do tego czasu Kodeks handlowy nie zawierał regulacji tego zagadnienia. Projekt k.s.h. z 1998 r. przygotowany przez zespół problemowy Komisji Kodyfikacyjnej Prawa Cywilnego był w znacznym stopniu oparty na KH z 1934 r., co miało na celu zachowanie aktualności orzecznictwa i piśmiennictwa<sup>18</sup>. Pierwotna propozycja brzmienia art. 345 w projekcie k.s.h. zakładała inkorporowanie art. 23 drugiej dyrektywy<sup>19</sup>. Miało to związek z faktem ratyfikowania 20.10.1992 r. Układu Europejskiego ustanawiającego stowarzyszenie między Rzeczypospolitą Polską a Wspólnotami Europejskimi i ich Państwami Członkowskimi<sup>20</sup>. W związku z tym Polska była zobowiązana do zapewnienia zgodności jej przygotowywanego ustawodawstwa z ustawodawstwem Europejskiej Wspólnoty Gospodarczej.

W 1998 r. zespół problemowy Komisji Kodyfikacyjnej Prawa Cywilnego przedstawił projekt k.s.h., który zakładał inkorporowanie art. 23 drugiej dyrektywy w ramach art. 345 o następującej treści: „§ 1. Spółka nie może udzielać pożyczek, zabezpieczeń, jak również zaliczkowych wypłat w celu ułatwienia nabycia lub objęcia emitowanych przez nią akcji. § 2. Przepisu § 1 nie stosuje się do świadczeń dokonywanych w ramach bieżącej działalności instytucji finansowych, jak również do świadczeń dokonywanych na rzecz pracowników spółki lub spółki z nią powiązanej, a podejmowanych w celu ułatwienia nabycia lub objęcia emitowanych przez spółkę akcji”.

Zgodnie z powyższym zakaz przewidziany w § 1 był dosyć dokładnym tłumaczeniem oryginalnego tekstu drugiej dyrektywy. W zakresie § 2 zespół podjął decyzję o uwzględnieniu obu podstaw wyłączenia stosowania zakazu, które przewidywała dyrektywa, tj. w odniesieniu do czynności dokonywanych w ramach bieżącej działalności instytucji finansowych oraz w celu umożliwienia nabycia akcji przez pracowników spółki oraz spółki z nią powiązanej<sup>21</sup>. Zrezygnowano jednak z przewidzianego w dyrektywie ograniczenia tych czynności do wysokości nadwyżki aktywów netto nad wysokością kapitału zakładowego powiększonego o kapitały rezerwowe niepodlegające

<sup>16</sup> D.V. Kędzierski, *Transakcje lewarowane a ochrona wierzycieli*, Warszawa 2020, s. 11.

<sup>17</sup> Ustawa z 15.9.2000 r. – Kodeks spółek handlowych (Dz.U. 2019, poz. 505, tekst jedn.).

<sup>18</sup> A. Herbet, *Reforma prawa spółek handlowych. Konferencja naukowa* (Warszawa, 29 VI 1998), „Państwo i Prawo” 1998, nr 12, s. 102.

<sup>19</sup> Druga Dyrektywa Rady z 13.12.1976 r. w sprawie koordynacji gwarancji, jakie są wymagane w Państwach Członkowskich od spółek w rozumieniu art. 58 akapit drugi Traktatu, w celu uzyskania ich równoważności, dla ochrony interesów zarówno współników, jak i osób trzecich w zakresie tworzenia spółki akcyjnej, jak również utrzymania i zmian jej kapitału (Dz.Urz.UE.L 1977 Nr 26).

<sup>20</sup> Układ Europejski ustanawiający stowarzyszenie między Rzeczypospolitą Polską, z jednej strony, a Wspólnotami Europejskimi i ich Państwami Członkowskimi, z drugiej strony, sporządzony w Brukseli dnia 16.12.1991 r. (Dz.U. 1994, nr 11, poz. 38).

<sup>21</sup> J. Jerzmanowski, *Finansowanie...*, rozdz. II, § 2.

dystrybucji. Pomimo rezygnacji z tego ograniczenia uznano, że druga dyrektywa jest prawidłowo wdrożona<sup>22</sup>.

W latach 2004 i 2008 doszło dwukrotnie do nowelizacji artykułu 345 k.s.h. Pierwsza z nich, nieznaczna, weszła w życie 15.1.2004 r.<sup>23</sup> Jej celem było implementowanie postanowień art. 23 ust. 2 zd. 2 drugiej dyrektywy, które pominięto w trakcie uchwalania Kodeksu spółek handlowych. Zmodyfikowano art. 345 § 2 k.s.h., który ustanawia wyjątki od zakazu *financial assistance* i uzależnia ich stosowanie od spełnienia wymogu wcześniejszego utworzenia przez spółkę kapitału rezerwowego. Zgodnie z art. 348 § 1 k.s.h. ma on być stworzony z kwoty, która może być przeznaczona do podziału<sup>24</sup>.

W konsekwencji uzyskania statusu państwa członkowskiego Unii Europejskiej w 2004 roku Polska stała się adresatem dyrektywy 2006/68/WE, która zmieniała drugą dyrektywę. Umożliwiała ona państwom członkowskim uelastyczenie i złagodzenie przepisów dotyczących kapitału zakładowego.

Polski ustawodawca podjął decyzję o przyjęciu wszystkich rozwiązań przewidzianych przez dyrektywę 2006/68/WE. Jako uzasadnienie takiego posunięcia podawano uatrakcyjnienie polskiego otoczenia regulacyjnego, ograniczenie kosztów działalności oraz brak argumentów za dalszym utrzymywaniem ograniczeń niebędących kluczowymi dla praktyki obrotu gospodarczego<sup>25</sup>.

Druga nowelizacja art. 345 k.s.h. została wprowadzona ustawą z 13.6.2008 r. o zmianie Kodeksu spółek handlowych, wchodząc w życie 5.10.2008 r.<sup>26</sup> Gruntownie zmodyfikowała ona polskie regulacje dotyczące *financial assistance*. Artykuł otrzymał brzmienie zgodne z zaproponowanym projektem. W wyniku nowelizacji art. 345 § 1 k.s.h. stanowi, że: „spółka może, bezpośrednio lub pośrednio, finansować nabycie lub objęcie emitowanych przez nią akcji w szczególności przez udzielenie pożyczki, dokonanie zaliczkowej wypłaty, ustanowienie zabezpieczenia”.

Jako zasadę przyjęto dopuszczalność udzielania przez spółkę wsparcia finansowego, ale i wprowadzono szereg wymogów wskazanych w art. 345 § 2–7 k.s.h., których spełnienie stanowi warunek dopuszczalności finansowania przez spółkę akcyjną nabywania oraz obejmowania emitowanych przez nią akcji. Zgodnie z wprowadzonymi warunkami wymagane jest, aby: utworzony został kapitał rezerwowy z przeznaczeniem

<sup>22</sup> M. Lutter, *Stellungnahme zu der Frage, ob die Vorschriften im Entwurf eines „Gesetzes über das Recht der Handelsgesellschaften“ des Justizministeriums der Republik Polen (GesE) unter Einbeziehung des Entwurfs eines „Gesetzes über das gerichtliche Wirtschaftsregister“ (WiRegG) den Anforderungen der 1., 2., 11. und 12. Gesellschaftsrechtlichen EU-Richtlinien entsprechen im Auftrag der Deutschen Stiftung für internationale rechtliche Zusammenarbeit e.V., Bonn erstattet von Prof. Dr. Dr.h.c. Marcus Lutter, Universität Bonn 1998*, s. 7.

<sup>23</sup> Ustawa z 12.12.2003 r. o zmianie ustawy – Kodeks spółek handlowych oraz niektórych innych ustaw (Dz.U. nr 229, poz. 2276).

<sup>24</sup> J. Jerzmanowski, *Finansowanie...*, rozdz. II, § 2.

<sup>25</sup> M. Barczak, *Implementacja Dyrektywy 2006/68/WE do kodeksu spółek handlowych*, „Prawo Spółek” 2008, nr 10, s. 2–3; A. Opalski, M. Romanowski, *Nowelizacja Kodeksu spółek handlowych reformująca niektóre założenia instytucji kapitału zakładowego*, „Monitor Prawniczy” 2009, nr 14 – dodatek specjalny, s. 4–5.

<sup>26</sup> Ustawa z 13.6.2008 r. o zmianie ustawy – Kodeks spółek handlowych (Dz.U. 2008, nr 118, poz. 747).

na finansowanie (§ 4), zarząd spółki sporządził sprawozdanie dotyczące finansowania (§ 6), podlegające złożeniu w sądzie rejestrowym i ogłoszeniu (§ 7) oraz walne zgromadzenie podjęło uchwałę w sprawie finansowania (§ 5). Finansowania udziela się na warunkach rynkowych i po zbadaniu wypłacalności dłużnika (§ 2), a nabycie lub objęcie akcji emitowanych przez spółkę następuje w zamian za godziwą cenę § 3<sup>27</sup>.

Utrzymano również dwa dotychczasowe wyjątki: pracowniczy i odnoszący się do instytucji finansowych. Zostały one przewidziane w § 8, którego brzmienie dostosowano do pozostałych zmian. Zgodnie z tym przepisem: „przepisów § 2, 3, 5–7 nie stosuje się do świadczeń spełnianych w ramach zwykłej działalności instytucji finansowych, jak również do świadczeń spełnianych na rzecz pracowników spółki lub spółki z nią powiązanej, których celem jest ułatwienie nabycia lub objęcia emitowanych przez spółkę akcji”<sup>28</sup>.

#### 4. Przesłanki zastosowania art. 345 k.s.h. w procesie MBO oraz formy wsparcia finansowego w rozumieniu tego artykułu

W regulacji dotyczącej *financial assistance* nie określono wyraźnie przesłanek do wykorzystywania art. 345 k.s.h. Wskazano ogólnie na okoliczność finansowania przez spółkę nabycia lub objęcia emitowanych przez nią akcji. Kluczowa jest jednak wieloznaczność i brak zdefiniowania słowa „finansowanie” oraz wskazanie na jego bezpośredniość lub pośredniość<sup>29</sup>.

Polski ustawodawca w Kodeksie spółek handlowych posłużył się terminem finansowania jedynie w ramach art. 345 k.s.h. Zarówno w tym przypadku, jaki i w ponad 60 innych tekstach ustaw, w których posłużono się tym terminem, nie sformułowano jego legalnej definicji i wskazywano jedynie na to, co podlega finansowaniu. Brak zdefiniowania „finansowania” w k.s.h. jest analogiczny do zagranicznych ustawodawstw. Jako uzasadnienie dla takiego rozwiązania można przywołać orzecznictwo brytyjskie, które wskazało, że odstępianie od zdefiniowania *financial assistance* (odpowiednika „finansowania” zawartego w art. 345 k.s.h.) pozwala na uniknięcie obchodzenia jego zakazu<sup>30</sup>.

W art. 345 k.s.h. sformułowano otwarty katalog dostępnych form wsparcia finansowego, co jest unikalne w porównaniu do zagranicznych jurysdykcji. Zarówno w art. 25 ust. 1 dyrektywy 2012/30/UE, jak i ustawodawstwach krajowych innych państw członkowskich posłużono się zamkniętym katalogiem, wymieniając konkretne formy finansowania. Jedynie w państwach, w których – odmiennie niż w Polsce – wprowadzono generalny zakaz *financial assistance*, posłużono się katalogiem

<sup>27</sup> J. Jerzmanowski, *Finansowanie...*, rozdz. II § 2.

<sup>28</sup> J. Jerzmanowski, *Finansowanie...*, rozdz. II § 2.

<sup>29</sup> J. Jerzmanowski, *Przesłanki zastosowania regulacji financial assistance (art. 345 KSH) w procesie wykupu menedżerskiego*, „Studia Prawa Prywatnego” 2016, nr 2, s. 17.

<sup>30</sup> Zob. pkt 26 wyroku brytyjskiego Court of Appeal z 16.5.2007 r. w sprawie *Anglo Petroleum Ltd przeciwko TFB (Mortgages) Ltd* [2007] BCC 407.



otwartym, np. w Hiszpanii<sup>31</sup> czy Wielkiej Brytanii<sup>32</sup>. W obecnym stanie prawnym przewidującym brak generalnego zakazu finansowego wspierania nabywania lub obejmowania emitowanych przez spółkę akcji, zasada otwartego katalogu form wsparcia finansowego w art. 345 k.s.h. stosowana w praktyce prowadzi do wniosku, że implementowane przepisy nasuwają wątpliwości w ich interpretacji, a same przesłanki są niełatwe do spełnienia<sup>33</sup>.

## 5. Katalogowe formy wsparcia finansowego nazwane w art. 345 k.s.h. jako źródło problemów interpretacyjnych

Najczęstszą formą *financial assistance* w procesach MBO jest udzielenie pożyczki. W doktrynie jest ona interpretowana szeroko. Pożyczka w myśl art. 345 k.s.h. nie obejmuje jedynie zawarcia umowy nazwanej (art. 720 k.c.)<sup>34</sup>. Swoim zakresem ma zastosowanie do wszelkich form obejmujących udostępnienie środków majątkowych, nie tylko pieniężnych, z tytułem zwrotnym, zarówno nieodpłatnie, jak i za zapłatą (bez zamiaru spłaty przez strony należy taką formę zaliczyć do darowizny, nie pożyczki<sup>35</sup>). W pojęcie to wpisuje się zarówno umowa kredytowa<sup>36</sup>, objęcie obligacji<sup>37</sup>, czy odroczenie spełnienia przez dłużnika świadczenia<sup>38</sup>. Najczęściej polega na udzieleniu pożyczki w formie transakcji polegającej na zaciągnięciu przez spółkę kredytu bankowego i udzieleniu pożyczki SPV, która spłaca z kolei swój kredyt bankowy przed realizacją wykupu (transakcja *debt push-down*). Może to nastąpić na każdym etapie, umowa zawarta może być zarówno przed, jak i po nabyciu czy objęciu akcji spółki przez SPV. Art. 345 k.s.h. określa wymóg udzielenia przez spółkę pożyczki na rzecz SPV, nie zaś zaciągnięcia przez nią nowego kredytu<sup>39</sup>.

Zgodnie z art. 345 k.s.h. do *financial assistance* w formie ustanowienia zabezpieczenia zalicza się zabezpieczenia ustanowione przez spółkę cel lub jej spółkę zależną, nie

<sup>31</sup> Zob. art. 150 ust. 1 hiszpańskiej ustawy o spółkach kapitałowych (Ley de Sociedades de Capital, Real Decreto Legislativo 1/2010 z 2.7.2010 r.) i jego odpowiednik dot. spółek z o.o. w art. 143 ust. 2 tej ustawy.

<sup>32</sup> Zob. Section 677 Subsection (1) Companies Act 2006 – brytyjskiej ustawy o spółkach z 8.11.2006 r., Chapter 46.

<sup>33</sup> J. Jerzmanowski, *Przesłanki...*, § 1.

<sup>34</sup> P. Kimla-Kaczorowska, *Prawne...*, rozdz. VII, s. 2.

<sup>35</sup> U. Schroeder., *Finanzielle Unterstützung des Aktienwerbs*, Köln 1995, s. 157.

<sup>36</sup> K. Grelak, *Instytucja łączenia się spółek przez zadłużenie na podstawie KSH*, „Prawo Spółek” 2010, nr 12, s. 45; J. Jerzmanowski, *Finansowanie...*, s. 89; J. Jerzmanowski, T. Sójka, *Financial...*, s. 11; M. Mataczyński, *Finansowanie nabycia lub objęcia akcji własnych przez spółkę – wybrane zagadnienia*, „Monitor Prawa Bankowego” 2014, lipiec – sierpień, s. 102; W. Popiołek [w:] *Kodeks spółek handlowych. Komentarz*, red. J.A. Strzępka, Warszawa 2015, s. 832; T. Sójka, *Zakaz...*, s. 268.

<sup>37</sup> J. Jerzmanowski, *Finansowanie...*, s. 89; M. Mataczyński, *Finansowanie...*, s. 102.

<sup>38</sup> *Kodeks spółek handlowych. Komentarz. Tytuł IV. Łączenie, podział i przekształcenie spółek. Tytuł V. Przepisy karne. Tytuł VI. Zmiany w przepisach obowiązujących, przepisy przejściowe i przepisy końcowe*, red. T. Siemiątkowski, R. Potrzebszcz, t. 3, Warszawa 2013, s. 279; J. Brosius, *Die finanzielle Unterstützung des Erwerbs eigener Aktien. § 71a AktG im Gesamtgefüge des Kapitalunterhaltungsrechts*, Berlin 2011, s. 66.

<sup>39</sup> J. Jerzmanowski, *Finansowanie...*, rozdz. II § 4.

zaś zabezpieczenia na udziałach lub akcjach SPV w początkowym etapie MBO lub na akcjach spółki celu po objęciu czy nabyciu tych akcji przez SPV.

Do zabezpieczeń uznanych przez art. 345 k.s.h. należą m.in.: rzeczowe zabezpieczenia na aktywach spółki, takie jak zastawy (np. rejestrowy) i hipoteka, poręczenia akredytywy, gwarancje, weksle, oświadczenia o poddaniu się egzekucji, cesje wierzytelności na zabezpieczenie czy zgody na blokadę środków na rachunkach bankowych. W praktyce dochodzi do ustanawiania przez spółki jednocześnie wielu zabezpieczeń. Przykładem może tu być sytuacja z 2013 r., kiedy to spółka Aqua SA zastosowała jednocześnie zastawy finansowe i rejestrowe na rachunkach bankowych, umowę kaucji, hipotekę, przelew praw na zabezpieczenie, złożenie oświadczenia o poddaniu się egzekucji i poręczenie pełnomocnictwa do dysponowania rachunkami bankowymi spółki<sup>40</sup>.

Stosowaną w praktyce w mniejszym zakresie formą *financial assistance* z nazwanych w k.s.h. form jest dokonanie zaliczkowej wypłaty. W tym przypadku spółka-cel dokonuje świadczenia pieniężnego na rzecz SPV przed otrzymaniem świadczenia wzajemnego. Zapis w k.s.h. o zaliczkowych wypłatach jest próbą zapobieżenia udzielania ukrytego wsparcia finansowego pod pozorem neutralnych transakcji (art. 345 § 1) w celu szybkich transferów środków między spółką i beneficjentem wsparcia finansowego.

Zastosowanie art. 345 k.s.h. jest obowiązkowe w czynnościach, w których spółka zobowiązuje się do dokonania zaliczkowej wypłaty (np. do przedpłaty za towar). W pojęcie zaliczkowej wypłaty nie wpisuje się np. zaliczka dywidendowa. Ta bowiem nie rodzi obowiązku akcjonariusza na rzecz spółki spełnienia jakiegokolwiek świadczenia<sup>41</sup>.

## 6. Nienazwane czynności podobne do czynności wymienionych w art. 345 § 1 k.s.h.

Formami *financial assistance* nienazwanymi w k.s.h. są też czynności podobne do tych wskazanych w art. 345 § 1 k.s.h., m.in. dotyczące umów nienazwanych i nazwanych regulujących stosunki kredytowe i te spełniające funkcje zabezpieczające. Dynamiczne warunki rynkowe sprawiają, że brak jest możliwości sformalizowania i skodyfikowania listy takich form konstrukcji prawnych, które ewoluują i powstają na potrzeby praktyki obrotu gospodarczego. Wśród tych o charakterze kredytowym, jako przykład mogą służyć wszelkie modyfikowane umowy sprzedaży rzeczy na raty czy sprzedaży z odroczonym terminem płatności<sup>42</sup>.

Duże kontrowersje i spory budzi rozumienie pojęcia „być podobnym do”. K.s.h. mówi o czynnościach (umowach) podobnych jedynie w art. 15 k.s.h. W doktrynie i bogatym orzecznictwie<sup>43</sup> znajdujemy uzasadnienie, że obejmuje on swoim zakresem zastosowania czynności takie, jak poręczenie czekowe i wekslowe. Inne czynności, takie

<sup>40</sup> T. Sójka, *Zakaz...*, s. 256.

<sup>41</sup> J. Jerzmanowski, *Finansowanie...*, rozdz. II § 4.

<sup>42</sup> W. Pyziół [w:] *Prawo zobowiązań – część szczegółowa. System Prawa Prywatnego*, t. 8, Warszawa 2011, s. 290.

<sup>43</sup> Zob. wyrok SN z 5.2.2009 r., I CSK 297/08, Legalis nr 158183; K. Baryś, *Glosa do wyroku SN z 05.02.2009 r.*, I CSK 297/08, LEX/el. 2012, s. 1.

jak np. umowy hipoteki czy zastawu, są już przedmiotem sporów. Często prezentowany jest pogląd, że nie stanowią one innych umów podobnych np. do umowy poręczenia i w związku z tym nie podlegają zastosowaniu art. 15 k.s.h.<sup>44</sup>

W doktrynie liczne kontrowersje wzbudziła też uchwała SN z 22.10.2010 r., III CZP 69/10<sup>45</sup>, dotycząca umowy sprzedaży „prawa użytkowania wieczystego gruntu i własności wzniesionych na nim budynków zawarta między spółką kapitałową i jej prokurentem jako kupującym, w której znacznie zaniżono cenę sprzedaży”. Sąd orzekł, że jest ona inną podobną umową w rozumieniu art. 15 § 1 k.s.h. Zbliżone stanowisko znajdujemy w postanowieniu SN z 10.4.2013 r., IV CSK 516/12<sup>46</sup> – umowę oddania w dzierżawę przedsiębiorstwa spółki jej prokurentowi należy zaliczyć w poczet innych podobnych umów objętych zakresem art. 15 § 1 k.s.h.

Na tle licznych sporów w doktrynie należy zgodzić się z J. Jerzmanowskim, stojącym na stanowisku, że granice zastosowania art. 345 § 1 k.s.h. są ograniczone ze względu na fakt, że nie użyto przy jego konstruowaniu sformułowania „inna podobna” umowa lub czynność. Tym samym zakres regulacji wsparcia finansowego obejmuje jedynie te czynności typów wymienionych w art. 345 § 1 i czynności do nich podobne. O tym, czy dana czynność jest podobna, decyduje fakt, czy może ona powstać na takich warunkach, by stać się dla spółki źródłem ryzyka finansowego i czy istnieje możliwość oraz celowym jest zastosowanie w stosunku do niej pełnego zakresu regulacji art. 345 § 2–7 k.s.h.<sup>47</sup>

## 7. Obowiązek wykładni prounijnej regulacji dotyczących finansowania

Specyficznym i ważnym aspektem wykładni regulacji finansowania przez spółkę nabywania oraz obejmowania emitowanych przez nią akcji w procesie interpretacji art. 345 k.s.h. jest obowiązek wykładni prounijnej, wywodzony przez Trybunał Sprawiedliwości Unii Europejskiej (TSUE) z zasady lojalności<sup>48</sup> wyrażonej w art. 4 ust. 3 TUE ak. 2<sup>49</sup>, który przewiduje obowiązek podjęcia wszelkich środków ogólnych i szczegółowych w celu wykonania obowiązku wynikającego z traktatów lub aktów instytucji Unii Europejskiej.

W zakresie dyrektyw regulacje zawarte są w art. 288 ak. trzeciej TFUE<sup>50</sup>. Wskazuje on, że dyrektywa wiąże każde państwo członkowskie, do którego jest skierowana,

<sup>44</sup> M. Borkowski, *Glosa do wyroku SN z 05.02.2009 r., I CSK 297/08*, LEX/el. 2010, s. 3; odmiennie np. S. Gurgul, *Instrumenty zabezpieczenia wierzytelności a stosowanie przepisów art. 15 i 17 k.s.h.*, „Prawo Spółek” 2010, nr 11, s. 19; E. Marszałkowska-Krześ, J. Jacyszyn, S. Krześ, *Pytania i odpowiedzi*, „Rejent” 2003, nr 7–8, s. 207.

<sup>45</sup> Uchwała SN z 22.10.2010 r., III CZP 69/10, Legalis nr 254080.

<sup>46</sup> Postanowienie SN z 10.4.2013 r., IV CSK 516/12, Legalis nr 735970.

<sup>47</sup> J. Jerzmanowski, *Finansowanie...*, rozdz. II § 4.

<sup>48</sup> K. Oplustil, *O potrzebie proeuropejskiej wykładni polskiego prawa spółek*, „Przegląd Prawa Handlowego” 2005, nr 9, s. 4; A. Sołtys, *Obowiązek wykładni prawa krajowego zgodnie z prawem unijnym jako instrument zapewniania efektywności prawa Unii Europejskiej*, Warszawa 2015, s. 198.

<sup>49</sup> Traktat o Unii Europejskiej (Dz.U. 2004, nr 90, poz. 864[30]).

<sup>50</sup> Traktat o funkcjonowaniu Unii Europejskiej (Dz.U. 2004, nr 90, poz. 864[2]).

w odniesieniu do rezultatu, który ma być osiągnięty, pozostawiając organom krajowym swobodę wyboru formy i środków.

W doktrynie<sup>51</sup> przywoływana jest też uzupełniająca podstawa wykładni zgodnej z dyrektywami. Są nią klauzule wzajemnego powiązania, tj. postanowienia zamieszczone w końcowej części dyrektywy, które nakładają na państwa członkowskie obowiązek dokonania implementacji drogą ustanowienia w prawie krajowym odpowiednich przepisów ustawowych, administracyjnych i wykonawczych. Jasne jest więc, że przy wykładni art. 345 k.s.h. należy dokonywać wyboru tego z rezultatów wykładni możliwych do osiągnięcia za pomocą wykładni krajowej, który nie będzie pozostawał w konflikcie (sprzeczności) z normą unijną, a jednocześnie najlepiej pozwoli osiągnąć cel wyznaczony przez prawodawcę unijnego. Konieczne jest w związku z tym odwołanie do unijnego wzorca interpretacyjnego oraz celów przyświecających wprowadzeniu analizowanej regulacji. W przypadku art. 345 k.s.h. wzorcem tym będzie art. 64 dyrektywy prawa spółek<sup>52</sup>.

Uwzględniając motywy dyrektywy prawa spółek (pochodzących m.in. z drugiej dyrektywy oraz dyrektywy kapitałowej), nasuwa się wniosek, że celem art. 64 dyrektywy prawa spółek jest ochrona wierzycieli i akcjonariuszy spółki oraz osób trzecich. Podstawa prawna przyjmowania dyrektyw prawa spółek (art. 50 TFUE) określa, że stanowią one narzędzie „urzeczywistnienia swobody przedsiębiorczości”. A zatem celem prawodawcy unijnego jest ochrona wierzycieli i akcjonariuszy, ale w ramach poszerzania tej swobody stosowane mechanizmy ochronne nie mogą prowadzić do uniemożliwienia bądź utrudnienia prowadzenia działalności gospodarczej. Dlatego przy wykładni należy uwzględnić te dwa przeciwstawne sobie cele, starając się osiągnąć kompromis<sup>53</sup>.

## 8. Konflikt interesów w transakcjach finansowania w świetle art. 26 dyrektywy 2012/30/UE

Konflikt interesów jest wpisany w każdy etap procesu wykupu menedżerskiego, tak jak w innych transakcjach prowadzących do zmiany kontroli nad spółkami. Pojawia się on począwszy od momentu ujawnienia akcjonariuszom zamiaru przystąpienia do procesu MBO. Jednak szczególnie widoczny jest on w etapie udzielanego przez spółkę wsparcia finansowego na linii nie tyle formalnej, tj. kupujący menedżerowie – spółka, lecz w rzeczywistości dotyczy ten konflikt relacji kupujący – akcjonariusze, nie sama spółka<sup>54</sup>.

Często spółka-cel, która wykorzystuje swoje aktywa do sfinansowania zakupu, traci niezbędną płynność finansową, co jest niekorzystne dla samej spółki i jej

<sup>51</sup> M. Koszowski, *Wykładnia prawa krajowego w zgodzie z prawem Unii Europejskiej po uwzględnieniu zmian spowodowanych wejściem w życie Traktatu z Lizbony*, „System Prawa Prywatnego” 2012, nr 2(25), s. 61; C. Mik, *Wykładnia zgodna prawa krajowego z prawem Unii Europejskiej* [w:] *Polska kultura prawna a proces integracji europejskiej*, red. S. Wronkowska, Kraków 2005, s. 137.

<sup>52</sup> P. Kimla-Kaczorowska, *Prawne...*, rozdz. V § 1.

<sup>53</sup> P. Kimla-Kaczorowska, *Prawne...*, rozdz. V § 1.

<sup>54</sup> D. Opalska, *Obowiązek lojalności w spółkach kapitałowych*, Warszawa 2015, s. 40.

akcjonariuszy mniejszościowych, jednocześnie pozwalając na przeprowadzenie transakcji wykupu zgodnie z interesem menedżerów. Konflikt interesów widoczny jest też w ustalaniu warunków *financial assistance*. Podczas gdy zbywcom akcji zależy na najkorzystniejszych warunkach i maksymalizacji wartości akcji spółki, menedżerowie dążą do zabezpieczenia warunków korzystnych dla ich strony<sup>55</sup>. Menedżerowie z jednej strony, będąc reprezentantami spółki, są zobligowani pod rygorem odpowiedzialności cywilnej i karnej do działania w interesie spółki, dążąc do maksymalizacji korzyści jej akcjonariuszy. Jednocześnie, jako nabywcy akcji tej spółki, mają osobisty interes w tym, żeby transakcja przebiegła na warunkach najkorzystniejszych dla nich samych. I ten motyw w rzeczywistości kieruje ich decyzjami, co może pozbawiać akcjonariuszy właściwej reprezentacji.

W legislacji unijnej ustawodawca uregulował tę kwestię, wprowadzając do dyrektywy 2012/30/UE w art. 26 nakaz zapewnienia przez państwa członkowskie „za pomocą odpowiednich zabezpieczeń” warunków, w których finansowanie nie będzie sprzeczne z najlepszym interesem finansującej spółki w transakcjach, w których drugą stroną transakcji są poszczególni członkowie organu administrującego lub zarządzającego spółki finansującej czy też zarządzającego jednostki dominującej wobec spółki finansującej, bądź jednostka dominująca wobec spółki finansującej czy też osoby działające we własnym imieniu, ale na rachunek wyżej wymienionych podmiotów<sup>56</sup>.

Należy zauważyć, że ustawodawcy unijnemu zależy na zapobieganiu konfliktowi interesów przy finansowaniu transakcji, a nie tylko zapewnieniu wsparcia finansowego na najlepszych dla spółki warunkach. I chociaż użyty termin „najlepszy interes spółki” nie został zdefiniowany, to jednak różni się od użytego także sformułowania „interes spółki”, który pojawia się w art. 25 ust. 3 ak. 2 lit. b dyrektywy 2012/30/UE (ang. *company's best interests vs. the interest of the company*). Oznacza to, że termin użyty w art. 26 dyrektywy dotyczy kwalifikowanej postaci interesu, co znacząco poszerza znaczenie tej regulacji. Mając na uwadze fakt, że najczęściej niezbędnym warunkiem powodzenia transakcji MBO czy LBO jest wykorzystanie aktywów spółki do finansowania wykupu, należy stwierdzić, że art. 26 dyrektywy jest podstawowym ograniczeniem dla nieuczciwych praktyk stosowanych w transakcjach wykupów menedżerskich.

Nakaz zapewnienia przez państwa członkowskie właściwych warunków wsparcia finansowego w transakcji „za pomocą odpowiednich zabezpieczeń”, mających zagwarantować najlepszy interes spółki celu, dotyczy zarówno menedżerów, jak i innych podmiotów, takich jak np. spółka z udziałem menedżera (SPV) czy osoba działająca w imieniu własnym, ale na rachunek menedżera spółki-celu lub na rachunek SPV. SPV mieści się w dyspozycji art. 26 w momencie, gdy chodzi o udzielenie wsparcia finansowego po wykupie, w sytuacji, gdy SPV nabyła znaczący pakiet akcji spółki-celu i jest podmiotem dominującym wobec spółki-celu, o którym mowa w art. 26 dyrektywy<sup>57</sup>.

Ustawodawca polski nie zdecydował się na wprowadzenie żadnych szczególnych rozwiązań mających na celu implementację art. 26 dyrektywy 2012/30/UE. Postanowił

<sup>55</sup> J. Jerzmanowski, *Finansowanie...*, rozdz. VI, § 2.

<sup>56</sup> J. Jerzmanowski, *Finansowanie...*, rozdz. VI, § 2.

<sup>57</sup> J. Jerzmanowski, *Finansowanie...*, rozdz. VI, § 2.



jedynie zmodyfikować niektóre wcześniej obowiązujące przepisy. Uznał, że szersza implementacja art. 26 dyrektywy 2012/30/UE byłaby zbędna, ponieważ inne regulacje powszechnie obowiązującego prawa zapewniają spółkom przy transakcjach przeprowadzanych z podmiotami powiązanymi dostateczny poziom ochrony. Do regulacji tych należą: art. 379 § 1, art. 15 § 2, art. 344 i art. 20 k.s.h., a także przepisy dotyczące zaskarżania uchwał w spółkach kapitałowych oraz przepisy oparte na zaleceniach Komisji Europejskiej z 15.2.2005 r. dotyczących roli dyrektorów niewykonawczych i członków rad nadzorczych spółek publicznych oraz komitetów rady<sup>58</sup>.

Zgodnie ze stanowiskiem J. Jerzmanowskiego<sup>59</sup>, chociaż Kodeks spółek handlowych przewiduje mechanizmy ochronne, to jednak szersza implementacja art. 26 jest konieczna, także ze względu na niską efektywność tychże mechanizmów w transakcjach wykupów menedżerskich niezapewniających należytego poziomu ochrony wymaganego przez ten artykuł<sup>60</sup>.

Należy tu także przywołać art. 377 k.s.h., mówiący o tym, że w przypadku sprzeczności interesów spółki z interesami członka zarządu musi nastąpić wstrzymanie się przez członka zarządu od udziału w rozstrzygnięciu takich spraw. Ma to zastosowanie zarówno przy udzielaniu przez spółkę wsparcia finansowego, jak i przy innych czynnościach dokonywanych w trakcie wykupu menedżerskiego, których wynikiem członek zarządu jest choćby pośrednio zainteresowany<sup>61</sup>. Uznać należy, że w zakresie transakcji wykupów menedżerskich znaczenie art. 377 k.s.h. jest nieduże, gdyż przepis ten nie chroni spółki przed niekorzystnymi dla niej czynnościami kadry zarządzającej w ramach reprezentacji spółek. Co więcej, zgodnie z art. 372 § 2 k.s.h. prawa członka zarządu nie można ograniczyć ze skutkiem prawnym wobec osób trzecich. W doktrynie znajdujemy liczne argumenty przemawiające za tezą ważności czynności z naruszeniem art. 377 k.s.h.<sup>62</sup> Mówiąc o sankcji odpowiedzialności organizacyjnej, to w przypadku procesów MBO można nazwać ją iluzoryczną. Bowiem może ją zastosować jedynie rada nadzorcza lub pełnomocnik powołany uchwałą walnego zgromadzenia, a w praktyce po realizacji wykupu do nich nie dochodzi, ponieważ wpływ na ich powołanie otrzymuje grupa menedżerska. Dlatego uznać należy, że regulacja art. 377 k.s.h. nie jest wystarczająca – tym bardziej, że art. 375 k.s.h. nie dopuszcza wydawania członkom zarządu wiążących poleceń w sprawie prowadzenia spraw spółki<sup>63</sup>.

<sup>58</sup> Zalecenie Komisji Europejskiej Nr 2005/162/WE z 15.2.2005 r. dotyczące roli dyrektorów niewykonawczych lub będących członkami rady nadzorczej spółek giełdowych i komisji rady (nadzorczej) (Dz Urz. UE L Nr 52, s. 51).

<sup>59</sup> J. Jerzmanowski, *Finansowanie...*, rozdz. VI, § 2.

<sup>60</sup> J. Jerzmanowski, *Finansowanie...*, rozdz. VI, § 2.

<sup>61</sup> T. Szczurkowski, *Wadliwość czynności prawnych spółek kapitałowych na tle sankcji kodeksu cywilnego*, Warszawa 2012, s. 167.

<sup>62</sup> T. Szczurkowski, *Wadliwość...*, s. 171–172; por. także wyrok SN z 11.1.2002 r., IV CKN 1903/00, Legalis nr 53838; A. Opalski, *Ważność umowy zawartej przez członka zarządu spółki z o.o.*, „Przegląd Prawa Handlowego” 2003, nr 6, s. 38; odmiennie: M. Gutowski, *Nieważność czynności prawnej*, Warszawa 2012, s. 119.

<sup>63</sup> J. Jerzmanowski, *Finansowanie...*, rozdz. VI, § 2.

Należy też przyjrzeć się, czy w polskich regulacjach istnieją mechanizmy odpowiadające wymogom art. 26 dyrektywy 2012/30/UE, związane z obowiązkiem lojalności. Związana jest z nią doktryna szansy korporacyjnej<sup>64</sup> (ang. *corporate opportunity*) wywodząca się z krajów systemu *common law*, która przyjmuje, że korzyści możliwe do osiągnięcia, związane z działalnością prowadzoną przez dany podmiot, powinny przede wszystkim w pierwszej kolejności przypadać temu podmiotowi, a dopiero w drugiej kolejności jego menedżerom.

Jednakże praktyka pokazuje, że częste są sytuacje, kiedy to menedżerowie wykorzystują przynależące spółkom okazje biznesowe (ang. *appropriating corporate opportunities*). Założenie obowiązku lojalności menedżerów spółek i wymóg powstrzymywania się od wykorzystywania informacji we własnym interesie<sup>65</sup> nie zawsze jest więc przestrzegany.

Argumentem przemawiającym za koniecznością szerszej implementacji art. 26 dyrektywy 2012/30/UE do prawa polskiego jest pogląd w doktrynie<sup>66</sup>, że art. 379 § 1 k.s.h. nakazujący, by w umowach zawieranych przez spółki z członkami zarządu spółka była reprezentowana przez radę nadzorczą lub pełnomocnika powołanego uchwałą walnego zgromadzenia nie zapewnia spółkom wystarczającej ochrony w zakresie wykupów menedżerskich. Pomimo że w przypadku zawarcia umowy z członkiem rady niekorzystnej dla spółki strona reprezentująca spółkę może liczyć się z odpowiedzialnością odszkodowawczą wobec spółki, to w praktyce pełnomocnik lub członek rady nadzorczej ma ograniczoną wiedzę na temat rzeczywistej sytuacji spółki, więc trudno mu ocenić, czy warunki danej umowy są dla spółki wystarczająco korzystne. Posiadana wiedza pochodzi od zarządu i tylko na jej podstawie musi on stwierdzić, czy np. nabycie lub objęcie akcji następuje w zamian za godziwą cenę zgodnie z wymogiem art. 345 § 3 i czy transakcja jest zawierana na warunkach rynkowych, np. w zakresie otrzymywanych od członka zarządu zabezpieczeń (art. 345 § 2 k.s.h.).

Jednocześnie nie jest trudne zafałszowanie przez członka zarządu danych dotyczących rzeczywistej wartości spółki, np. w sytuacji odsunięcia w czasie daty skorzystania przez podmiot z *corporate opportunities* do dnia zakończenia wykupu. Należy pamiętać, że to spółka reprezentowana przez zarząd jest podmiotem, który może dochodzić odszkodowania od pełnomocnika lub członka rady nadzorczej w przypadku zawarcia umowy niekorzystnej dla spółki, a korzystnej dla członka zarządu. Trudno spodziewać się, że w sytuacji po realizacji MBO, kiedy to zarząd, stając się dominującym samodzielnie lub z innymi podmiotami akcjonariuszem, będzie dochodził odszkodowania w imieniu spółki<sup>67</sup>.

Zamierzeniem art. 26 dyrektywy 2012/30/UE jest zapewnienie wprowadzenia regulacji zabezpieczających spółki przed trudnymi do wykrycia nieprawidłowościami, do których może dochodzić w przypadku udzielania finansowania podmiotom w nim

<sup>64</sup> D. Wajda, *Obowiązek lojalności w spółkach handlowych*, Warszawa 2009, rozdz. 5.5.1.

<sup>65</sup> M. Davies, M. Stark, *Conflict of Interest in the Professions*, Oxford 2001, s. 140.

<sup>66</sup> J. Jerzmanowski, *Finansowanie...*, rozdz. VI, § 2.

<sup>67</sup> J. Jerzmanowski, *Finansowanie...*, rozdz. VI, § 2.

wskazany. Na tym tle należy podkreślić, że również w kwestii przepisów dotyczących zaskarżania uchwał przepisy w prawie polskim nie regulują dostatecznie tej kwestii.

Ustawodawca unijny, starając się zabezpieczyć podmioty przeprowadzające transakcje wykupów menedżerskich w zakresie regulacji *financial assistance* i widząc potrzebę zapobiegania nadużyciom związanym z tymi transakcjami, gdzie spółki finansowo wspierają nabycie lub objęcie swoich akcji przez podmioty pozostające w konflikcie interesów, szczególnie w procesach MBO, wprowadził art. 26 dyrektywy 2012/30/UE, jednak nie tworząc od nowa regulacji w tym zakresie. Ponieważ regulacja ta ma na celu ułatwić przeprowadzanie transakcji gospodarczych korzystnych w swych efektach zarówno dla spółek, jak i ich akcjonariuszy, gwarantując zabezpieczenia chroniące akcjonariuszy mniejszościowych i wierzycieli, należy ocenić ją pozytywnie. Po analizie kwestii konfliktu interesów w transakcjach finansowania w kontekście art. 26 dyrektywy 2012/30/UE i jej implementacji w prawie polskim widoczne jest, że sama regulacja *financial assistance* przy odpowiednim dostosowaniu może ułatwiać przeprowadzanie transakcji i sprzyjać może osiągnięciu celów (pozyskanie wiarygodnego inwestora, zwiększenie potencjału rozwoju akcjonariatu pracowniczego, lepsza identyfikacja pracowników z podmiotem)<sup>68</sup>.

## 9. Podsumowanie

Definiując problemy dotyczące prawnych regulacji procesów fuzji i przejęć przedsiębiorstw, z jakimi mierzą się polskie przedsiębiorstwa, na pierwszy plan wysuwają się zagadnienia dotyczące procesów finansowania transakcji, które wiążą się z finansowaniem zewnętrznym w oparciu o aktywa wykupywanych spółek. Poruszone kwestie regulacji wsparcia finansowego (*financial assistance*) udzielanego przez spółkę akcyjną menedżerom na nabywanie lub obejmowanie emitowanych przez nią akcji i zbadaniu zmian k.s.h. dotyczących spółek kapitałowych ze szczególnym uwzględnieniem stosowania znowelizowanych regulacji *financial assistance* (art. 345 k.s.h.) w procesie wykupu menedżerskiego nasuwają poniższe wnioski.

Zniesienie zakazu *financial assistance* wprowadzone nowelizacją k.s.h. i jednocześnie obwarowanie przez polskiego ustawodawcę generalnej zgody na finansowanie przez spółki akcyjne nabywania lub obejmowania emitowanych przez nie akcji koniecznością spełnienia licznych przesłanek ujętych w art. 345 § 2–7 k.s.h. sprawiło, że początkowo entuzjastyczna i pozytywna ocena nowelizacji art. 345 k.s.h., implementującej regulację zharmonizowaną na poziomie unijnym w art. 64 drugiej dyrektywy, została zweryfikowana przez praktykę. Założenie, że pozwoli to na bezproblemowy rozwój i otworzy prostą drogę do tańszego przeprowadzania wykupów lewarowanych i menedżerskich, okazało się błędne. Przesłanki te okazały się nie tylko trudne do spełnienia, ale także budzą zarówno w praktyce, jak i w doktrynie poważne wątpliwości interpretacyjne<sup>69</sup>. Należy stwierdzić, że treść implementacji rozwiązań dotyczących wsparcia finansowego

<sup>68</sup> J. Jerzmanowski, *Finansowanie...*, rozdz. VI, § 2.

<sup>69</sup> T. Kawczyński, P. Ziółkowski, *Struktura transakcji finansowania lewarowanego (leveraged finance)*, „Monitor Prawa Bankowego” 2014, nr 9.

wbrew zamiarom polskiego ustawodawcy nie rozwiązuje kompleksowo kwestii finansowania transakcji MBO i budzi poważne kontrowersje. Począwszy od wątpliwości przy ocenie co do samej konieczności zastosowania rozwiązania *financial assistance* w danym przypadku, po sytuacji, w których przedsiębiorcy stają w obliczu faktu, w którym – pomimo tego, że regulacje tworzą katalog otwarty form *financial assistance*, to jednocześnie uzależniają jego prawną zgodność od licznych wymogów procedury określonej w art. 345 § 2–7 k.s.h. Wymogi te w odniesieniu do wielu form wsparcia finansowego *sensu largo* są nie do spełnienia. Na tle tych doświadczeń nie budzi zdziwienia fakt, że tylko nieliczne państwa członkowskie zdecydowały się początkowo na implementację reżimu prawa UE w zakresie *financial assistance* po nowelizacji drugiej dyrektywy. Nie można jednak stwierdzić, że nowelizacja art. 345 k.s.h. z 2008 r. nie była krokiem w dobrą stronę w zakresie regulacji prawa spółek. Podkreślając, że dotychczasowa regulacja nie jest kompleksowa i zwłaszcza w kontekście transakcji MBO posiada liczne braki, to jednak sam fakt jej przeprowadzenia należy ocenić pozytywnie.

Konieczna jest jednak dalsza praca nad rozwiązaniami legislacyjnymi w tym zakresie. J. Jerzmanowski proponuje ograniczenie prawnych niejasności poprzez m.in. ingerencję ustawodawcy w treść samego art. 345 k.s.h. Jego nowelizacja miałaby polegać na nadaniu mu treści: „Spółka może, bezpośrednio lub pośrednio, finansować nabycie lub objęcie emitowanych przez nią akcji przez udzielenie pożyczki, dokonanie zaliczkowej wypłaty, ustanowienie zabezpieczenia lub dokonanie innej podobnej czynności”<sup>70</sup>. Zmiana nadal pozwoliłaby na zachowanie otwartego katalogu form *financial assistance*, ale doprecyzowałaby zakres przepisu dzięki usunięciu sformułowania „w szczególności” zamienionego treścią „lub dokonanie innej podobnej czynności”. Zgodnie z taką zmianą efektem byłoby doprecyzowanie, że art. 345 k.s.h. dotyczy tylko takich czynności, wobec których jest celowe i przede wszystkim możliwe zastosowanie wszystkich warunków zawartych w regulacji art. 345 § 2–7 k.s.h.<sup>71</sup>

Przy założeniu, że celem ustawodawcy było dopuszczenie przeprowadzenia transakcji MBO i LBO z zachowaniem ochrony wierzycieli i akcjonariuszy mniejszościowych wydaje się być wskazana zmiana legislacyjna rozszerzająca gwarancję dostępu do informacji wszystkich uprawnionych uczestników już na etapie planowania połączenia i przygotowywania sprawozdania zarządu dotyczącego połączenia spółek, co wzmocniłoby ich ochronę w sytuacji, gdy w połączeniu uczestniczy spółka akcyjna i druga spółka, która zaciąga zobowiązania celem objęcia lub nabycia jej akcji.

Kolejnym zagadnieniem nieuwjętym w regulacji art. 345 k.s.h. jest brak implementacji jasných zapisów dotyczących konfliktu interesów transakcji z menedżerami. Wyjątki wprowadzone art. 345 § 8 k.s.h. od procedur narzuconych przez art. 345 § 2–7 k.s.h. dotyczą jedynie pracowników i instytucji finansowych. Menedżerowie są objęci w pełni regulacją wsparcia finansowego, co jednak nie zapobiega nadużyciom wynikającym z nieuniknionego konfliktu interesów w procesach MBO, wywodzących się chociażby z nierównego dostępu do informacji.

<sup>70</sup> J. Jerzmanowski, *Przesłanki...*, s. 36.

<sup>71</sup> J. Jerzmanowski, *Przesłanki...*, s. 31.

Nie można zgodzić się ze stwierdzeniem, że implementacja dyrektywy 2012/30/E jest wystarczająca na gruncie polskiego prawa. Nie są bowiem również wprowadzone szczegółowe zapisy dotyczące „odpowiednich zabezpieczeń” gwarantujących brak sprzeczności finansowania z interesem spółki finansującej w przypadku, gdy jest nią podmiot powiązany (menedżerowie, spółka dominująca, osoby działające w imieniu własnym, ale na ich rzecz). Fakt istnienia zapisów regulujących ogólne mechanizmy ochronne w k.s.h. (art. 15 § 2, art. 379 § 1, art. 20 i art. 344 k.s.h.) nie zmienia faktu, że nie zapewniają one efektywnej ochrony w przypadku procesów MBO, narzuconej wymogami art. 26 dyrektywy 2012/30/E.

Są też potrzebne zmiany, które w bardziej sprecyzowany sposób regulowałyby kwestie odpowiedzialności w procesach MBO i zapewniłyby większą efektywność ewentualnych odszkodowawczych roszczeń w praktyce. W przypadkach spornych obecnie nie są spotykane sytuacje, w których dochodziłoby do skierowania roszczenia menedżera wobec siebie samego po tym, gdy zostaje on właścicielem, a akcjonariusze mniejszościowi również nie wszczynają postępowań. Rozwiązaniami sugerowanymi w doktrynie są m.in.: kompleksowa implementacja regulacji art. 26 dyrektywy 2012/30/UE dotycząca wymogu pełnej i rzetelnej informacji o finansowaniu za pomocą poszerzenia treści obowiązkowych dotyczących procesów udzielania wsparcia podmiotom powiązanym w sprawozdaniu przygotowywanym przez zarząd, wprowadzenie bezpośredniego nakazu realizowania transakcji z podmiotem powiązanym w zgodzie z najlepszymi interesami spółki, a nawet konieczność obligatoryjnego wymogu badania sprawozdania przez rewidenta<sup>72</sup>.

Należy jednak też mieć na uwadze fakt, że takie zaostrzające rozwiązania mogą okazać się zbyt restrykcyjne i w rezultacie doprowadzić do stworzenia warunków, które będą sprzeczne z celem zniesienia zakazu *financial assistance*, czyli do ograniczenia szerszego korzystania z tych rozwiązań przez uczestników rynku kapitałowego. Niemniej ważne jest, aby przy pracy nad rozwojem i modyfikacjami prawa spółek mieć na uwadze zabezpieczenie interesów wszystkich uczestników tych procesów.

Obecnie transakcje wykupu menedżerskiego i lewarowanego nie odgrywają jeszcze bardzo znaczącej roli na rynku finansowym w Polsce, a zarówno liczba, jak i wartość tych transakcji zrealizowanych w Polsce jest niewspółmierna do tych na rozwiniętych rynkach kapitałowych. Niewątpliwie wynika to z uwarunkowań, które powinny być zachowane, aby taki rozwój miał miejsce: odpowiednia liczba grup menedżerskich / menedżerów dysponujących adekwatnym doświadczeniem oraz gotowych do podjęcia ryzyka zainwestowania swojego dorobku w dość ryzykowne przedsięwzięcie, jakim niewątpliwie jest MBO czy LBO, większe zainteresowanie banków udzielaniem kredytów na ryzykowne przedsięwzięcia tego typu w konfrontacji z możliwością inwestycji w atrakcyjniejsze z punktu widzenia dochodu instrumenty o niskim ryzyku (np. obligacje skarbowe), dobra dostępność kapitału pośredniego (ang. *mezzanine*, *junk bonds*), możliwość wyjścia z inwestycji, co wiąże się z sytuacją na Giełdzie Papierów Wartościowych i poziomem rozwoju rynku kontroli oraz odpowiednie regulacje i jednocześnie

<sup>72</sup> J. Jerzmanowski, *Finansowanie...*, rozdz. VI, § 3.



świadomość uwarunkowań prawnych i przestrzeganie przepisów przez podmioty zaangażowane. Pomimo złożoności i kontrowersji w regulacjach prawnych procesów wykupu menedżerskiego i lewarowanego, dzięki zwiększeniu się wiedzy i świadomości na temat tych transakcji stają się one jednak coraz bardziej znaczącym i integralnym elementem realiów rynku kapitałowego. Transakcje te są dobrym rozwiązaniem dla przedsiębiorstw wymagających restrukturyzacji.

Podsumowując, transakcje wykupów MBO i LBO mają w Polsce i na rynkach światowych znaczące perspektywy rozwoju i powinny one odgrywać coraz większą rolę na rynkach kapitałowych. Analizy trendów i danych z ostatnich lat<sup>73</sup>, a także raporty z ostatnich miesięcy pierwszej połowy 2020 r.<sup>74</sup> wskazują, że nawet w obliczu nieoczekiwanych wyzwań zmiennych regulacji prawnych i interwencjonizmu państwowego w czasie pandemii Covid-19 pozostaną one atrakcyjnym rozwiązaniem, a w konsekwencji wzrasta znaczenie transakcji typu LBO i MBO. Optymistycznie należy założyć, że w nadchodzącej przyszłości będziemy nadal obserwować pozytywne efekty tych transakcji w postaci dodatnich efektów finansowych, wzrostu potencjału strategicznego i chronienia miejsc pracy. I nawet w dynamicznych i kryzysowych warunkach wykupy menedżerskie i lewarowane mogą mieć faktyczny wpływ na usprawnienie i rozwój krajowego sektora gospodarczego i ułatwiać działalność przedsiębiorcom, stając się skutecznym narzędziem na rynku kapitałowym.

## Bibliografia

### Literatura

- Barczak M., *Implementacja Dyrektywy 2006/68/WE do kodeksu spółek handlowych*, „Prawo Spółek” 2008, nr 10.
- Baryś K., *Glosa do wyroku SN z 05.02.2009 r.*, I CSK 297/08, LEX/el. 2012.
- Borkowski M., *Glosa do wyroku SN z 05.02.2009 r.*, I CSK 297/08, LEX/el. 2010.
- Brosius J., *Die finanzielle Unterstützung des Erwerbs eigener Aktien. § 71a AktG im Gesamtgefüge des Kapitalunterhaltsrechts*, Berlin 2011.
- Davies M., Stark M., *Conflict of Interest in the Professions*, Oxford 2001.
- Grelak K., *Instytucja łączenia się spółek przez zadłużenie na podstawie KSH*, „Prawo Spółek” 2010, nr 12.
- Gurgul S., *Instrumenty zabezpieczenia wierzytelności a stosowanie przepisów art. 15 i 17 k.s.h.*, „Prawo Spółek” 2010, nr 11.

<sup>73</sup> Zob. 2017 *European Private Equity Activity. Statistics on Fundraising, Investments & Divestments*, <[www.investeurope.eu](http://www.investeurope.eu)>, [dostęp: 2.5.2020 r.]; M. Kachniewski, *Fuzje i przejęcia w praktyce*, *Akademia Inwestycyjna*, „Parkiet”, <<https://www.parkiet.com/Akademia-inwestycyjna/304219996-Fuzje-i-przejecia-w-praktyce.html>>, [dostęp: 29.4.2020 r.]; *Private Equity Trend Report 2017. Rising above uncertainty*, [www.pwc.de/de/privateequity](http://www.pwc.de/de/privateequity) [dostęp: 2.5.2020 r.]; Raport *M&A Index Poland – Fuzje i przejęcia w 2019 roku*, Navigator Capital i Fordata, 12.2019, <<https://fordata.pl/raport-fuzje-i-przejecia-w-polsce-podsumowanie-roku-2019/>>, [dostęp: 1.5.2020 r.].

<sup>74</sup> Zob. raport *M&A Insights H1 2020 Adjusting to adversity*, Allen & Overy, 07.2020, <[https://www.allenoverly.com/global/-/media/allenoverly/2\\_documents/news\\_and\\_insights/campaigns/ma\\_insights\\_2020/ma\\_insights\\_h1\\_2020.pdf](https://www.allenoverly.com/global/-/media/allenoverly/2_documents/news_and_insights/campaigns/ma_insights_2020/ma_insights_h1_2020.pdf)>, [dostęp: 8.7.2020 r.].

- Herbet A., *Reforma prawa spółek handlowych. Konferencja naukowa* (Warszawa, 29 VI 1998), „Państwo i Prawo” 1998, nr 12.
- Jerzmanowski J., *Finansowanie przez spółkę akcyjną nabycia lub objęcia emitowanych przez nią akcji w procesie wykupu menedżerskiego*, Warszawa 2016.
- Jerzmanowski J., *Przesłanki zastosowania regulacji financial assistance (art. 345 KSH) w procesie wykupu menedżerskiego*, „Studia Prawa Prywatnego” 2016, nr 2.
- Jerzmanowski J., Sójka T., *Financial assistance po nowelizacji kodeksu spółek handlowych*, „Przegląd Prawa Handlowego” 2008, nr 11.
- Kachniewski M., *Fuzje i przejęcia w praktyce*, Akademia Inwestycyjna, „Parkiet”, <<https://www.parkiet.com/Akademia-inwestycyjna/304219996-Fuzje-i-przejecia-w-praktyce.html>>, [dostęp: 29.4.2020 r.].
- Kawczyński T., Ziółkowski P., *Struktura transakcji finansowania lewarowanego (leveraged finance)*, „Monitor Prawa Bankowego” 2014, nr 9.
- Kędzierski D.V., *Transakcje lewarowane a ochrona wierzycieli*, Warszawa 2020.
- Kimla-Kaczorowska P., *Prawne uwarunkowania finansowania przez spółkę akcyjną nabycia lub objęcia emitowanych przez nią akcji (financial assistance)*, Warszawa 2020.
- Koszowski M., *Wykładnia prawa krajowego w zgodzie z prawem Unii Europejskiej po uwzględnieniu zmian spowodowanych wejściem w życie Traktatu z Lizbony*, „Studia Prawa Prywatnego” 2012, nr 2 (25).
- Lutter M., *Stellungnahme zu der Frage, ob die Vorschriften im Entwurf eines „Gesetzes über das Recht der Handelsgesellschaften” des Justizministeriums der Republik Polen (GesE) unter Einbeziehung des Entwurfs eines „Gesetzes über das gerichtliche Wirtschaftsregister” (WiRegG) den Anforderungen der 1., 2., 11. und 12. Gesellschaftsrechtlichen EU-Richtlinien entsprechen im Auftrag der Deutschen Stiftung für internationale rechtliche Zusammenarbeit e.V., Bonn erstattet von Prof. Dr. Dr.h.c. Marcus Lutter*, Universität Bonn 1998.
- Marszałkowska-Krześ E., Jacyszyn J., Krześ S., *Pytania i odpowiedzi*, „Rejent” 2003, nr 7–8.
- Mataczyński M., *Finansowanie nabycia lub objęcia akcji własnych przez spółkę – wybrane zagadnienia*, „Monitor Prawa Bankowego” 2014, lipiec – sierpień.
- Mik C., *Wykładnia zgodna prawa krajowego z prawem Unii Europejskiej [w:] Polska kultura prawna a proces integracji europejskiej*, red. S. Wronkowska, Kraków 2005.
- Napierała J., *Europejskie prawo spółek. Prawo spółek Unii Europejskiej z perspektywy prawa polskiego*, Warszawa 2013.
- Opalska D., *Obowiązek lojalności w spółkach kapitałowych*, Warszawa 2015.
- Opalski A., *Ważność umowy zawartej przez członka zarządu spółki z o.o.*, „Przegląd Prawa Handlowego” 2003, nr 6.
- Opalski A., *Reforma kapitału zakładowego spółek akcyjnych – implementacja dyrektywy Nr 2006/68/WE do prawa polskiego*, „Przegląd Prawa Handlowego” 2008, nr 9.
- Opalski A., Romanowski M., *Nowelizacja Kodeksu spółek handlowych reformująca niektóre założenia instytucji kapitału zakładowego*, „Monitor Prawniczy” 2009, nr 14 – dodatek specjalny.
- Oplustil K., *O potrzebie proeuropejskiej wykładni polskiego prawa spółek*, „Przegląd Prawa Handlowego” 2005, nr 9.
- Popiołek W. [w:] *Kodeks spółek handlowych. Komentarz*, red. J.A. Strzępka, Warszawa 2015.
- Przychoda M., *Finansowanie przez spółkę nabywania lub obejmowania wyemitowanych przez nią akcji*, „Przegląd Prawa Handlowego” 2011, nr 10.
- Pyziół W. [w:] *Prawo zobowiązań – część szczegółowa. System Prawa Prywatnego*, t. 8, Warszawa 2011.

- Rickford J., *Reforming Capital: Report of the In-terdisciplinary Group on Capital Maintenance*, „European Business Law Review” 2004, t. 15, nr 4.
- Schroeder U., *Finanzielle Unterstützung des Aktienwerbs*, Köln 1995.
- *Kodeks spółek handlowych. Komentarz. Tytuł IV. Łączenie, podział i przekształcenie spółek. Tytuł V. Przepisy karne. Tytuł VI. Zmiany w przepisach obowiązujących, przepisy przejściowe i przepisy końcowe*, red. T. Siemiątkowski, R. Potrzeszcz, t. 3, Warszawa 2013.
- Sołtys A., *Obowiązek wykładni prawa krajowego zgodnie z prawem unijnym jako instrument zapewniania efektywności prawa Unii Europejskiej*, Warszawa 2015.
- Sołtysiński S., Sójka T. [w:] S. Sołtysiński, A. Szajkowski, A. Szumański, J. Szwaja, *Kodeks spółek handlowych. Komentarz*, t. 3, Warszawa 2013.
- Sójka T., *Zakaz finansowego wspierania przez spółkę akcyjną nabycia wyemitowanych przez nią akcji – w kontekście problematyki wykupów kredytowanych i menedżerskich* [w:] *Europejskie prawo spółek, t. I. Instytucje prawne dyrektywy kapitałowej*, red. M. Cejmer, J. Napierała, T. Sójka, Kraków 2004.
- Szczurkowski T., *Wadliwość czynności prawnych spółek kapitałowych na tle sankcji kodeksu cywilnego*, Warszawa 2012.
- Wajda D., *Obowiązek lojalności w spółkach handlowych*, Warszawa 2009.

## Akty prawne

- *Report of the Company Law Amendment Committee (1926) Cmd 2657, 30.*
- *Report of the Company Law Committee (1962) Cmnd 1749, 173.*
- Ley de Sociedades de Capital, Real Decreto Legislativo 1/2010 z 2.7.2010 r. – hiszpańska ustawa o spółkach kapitałowych.
- Companies Act 2006 z 08.11.2006 r. – brytyjska ustawa o spółkach.
- Traktat o Unii Europejskiej (Dz.U. 2004, nr 90, poz. 864[30]).
- Traktat o funkcjonowaniu Unii Europejskiej (Dz.U. 2004, nr 90, poz. 864[2]).
- Druga Dyrektywa Rady z 13.12.1976 r. w sprawie koordynacji gwarancji, jakie są wymagane w Państwach Członkowskich od spółek w rozumieniu art. 58 akapit drugi Traktatu, w celu uzyskania ich równoważności, dla ochrony interesów zarówno współników, jak i osób trzecich w zakresie tworzenia spółki akcyjnej, jak również utrzymania i zmian jej kapitału (Dz.Urz.UE.L 1977 Nr 26).
- Dyrektywa Nr 2006/68/WE Parlamentu Europejskiego i Rady z 6.9.2006 r. zmieniająca drugą dyrektywę rady 77/91/EWG w sprawie tworzenia spółek akcyjnych i utrzymywania oraz zmian wysokości ich kapitału (Dz.Urz. UE L Nr 264 z 25.9.2006 r., s. 32) – akt archiwalny.
- Dyrektywa Parlamentu Europejskiego i Rady Nr 2012/30/UE z 25.10.2012 r. w sprawie koordynacji gwarancji, jakie są wymagane w państwach członkowskich od spółek w rozumieniu art. 54 akapit drugi Traktatu o funkcjonowaniu Unii Europejskiej, w celu uzyskania ich równoważności, dla ochrony interesów zarówno współników, jak i osób trzecich w zakresie tworzenia spółki akcyjnej, jak również utrzymania i zmian jej kapitału (Dz.Urz. UE L Nr 315 z 14.11.2012 r., s. 74 ze zm.).
- Układ Europejski ustanawiający stowarzyszenie między Rzeczpospolitą Polską, z jednej strony, a Wspólnotami Europejskimi i ich Państwami Członkowskimi, z drugiej strony, sporządzony w Brukseli dnia 16.12.1991 r. (Dz.U. 1994, nr 11, poz. 38).
- Ustawa z 12.12.2003 r. o zmianie ustawy – Kodeks spółek handlowych oraz niektórych innych ustaw (Dz.U. nr 229, poz. 2276).
- Ustawa z 13.06.2008 r. o zmianie ustawy – Kodeks spółek handlowych (Dz.U. 2008, nr 118, poz. 747).

- Zalecenie Komisji Europejskiej Nr 2005/162/WE z 15.2.2005 r. dotyczące roli dyrektorów niewykonawczych lub będących członkami rady nadzorczej spółek giełdowych i komisji rady (nadzorczej), Dz.Urz. UE L Nr 52, s. 51.

#### Orzecznictwo

- Wyrok SN z 11.1.2002 r., IV CKN 1903/00, Legalis nr 53838.
- Wyrok SN z 5.2.2009 r., I CSK 297/08, Legalis nr 158183.
- Uchwała SN z 22.10.2010 r., III CZP 69/10, Legalis nr 254080.
- Postanowienie SN z 10.4.2013 r., IV CSK 516/12, Legalis nr 735970.
- Wyrok brytyjskiego Court of Appeal z 16.5.2007 r. w sprawie *Anglo Petroleum Ltd przeciwko TFB (Mortgages) Ltd* [2007] BCC 407.

#### Inne

- *2017 European Private Equity Activity. Statistics on Fundraising, Investments & Divestments*, <<https://www.investeurope.eu/media/1108/invest-europe-2017-european-private-equity-activity.pdf>>, [dostęp: 2.5.2020 r.].
- Raport *M&A Insights H1 2020 Adjusting to adversity*, Allen & Overy 07.2020, <[https://www.allenoverly.com/global/-/media/allenoverly/2\\_documents/news\\_and\\_insights/campaigns/ma\\_insights\\_2020/ma\\_insights\\_h1\\_2020.pdf](https://www.allenoverly.com/global/-/media/allenoverly/2_documents/news_and_insights/campaigns/ma_insights_2020/ma_insights_h1_2020.pdf)>, [dostęp: 8.7.2020 r.].
- Raport *M&A Index Poland – Fuzje i przejęcia w 2019 roku*, Navigator Capital i Fordata, 12.2019, <<https://fordata.pl/raport-fuzje-i-przejecia-w-polsce-podsumowanie-roku-2019>>, [dostęp: 1.5.2020 r.].